

# 会社設立前の株式譲渡

## ——企業勃興と株式市場——

青 地 正 史

# 会社設立前の株式譲渡

## ——企業勃興と株式市場——

青 地 正 史

- 目 次：
1. はじめに
  2. 株式市場に占める「会社設立前の株式譲渡」
  3. 第1次企業勃興
  4. 第2次企業勃興
  5. 第3次企業勃興
  6. 権利株流通のメカニズム
  7. 権利株価の形成要因
  8. おわりに

キーワード：コーポレート・ガバナンス，高橋亀吉，鉄道熱，証拠金領収書，旧商法第180条，新商法第149条但書，1938年改正商法第190条，発起人

### 1. はじめに

よく知られているように明治期の主な企業勃興は、松方デフレ後の1886年を起点とする第1次企業勃興，ついで日清戦争後の1895年を起点とする第2次企業勃興，そして日露戦争後の1906年を起点とする第3次企業勃興の都合3回あり，いずれも数年間続いた。それに際し株式市場も活性化したが<sup>1</sup>，一つの特徴は今日あまり聞かれない<sup>2</sup>「会社設立前の株式譲渡」なる取引慣行が盛んに見られたことであった。

それは現在よくマスコミでとり上げられる「未公開株の上場を目的とした株式譲渡」<sup>3</sup>と似て非なるものであり，未公開株の場合は会社も株式もすでに存

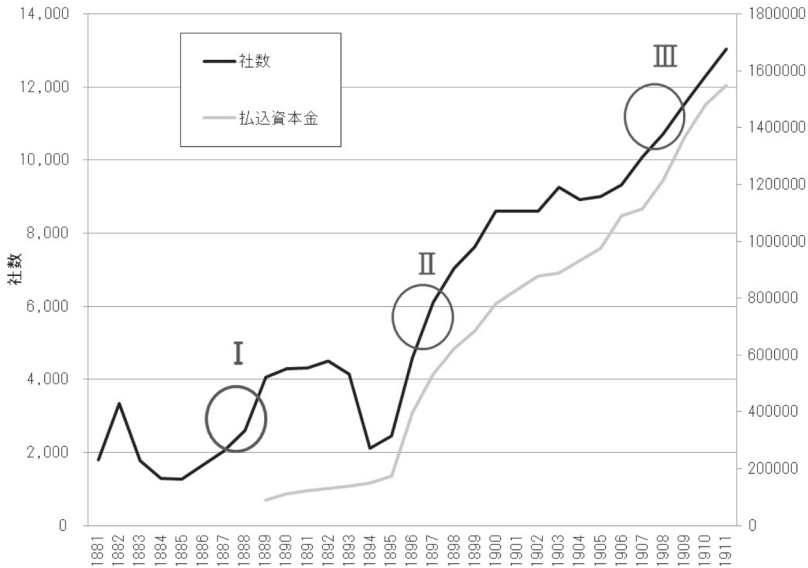
在しているが、「会社設立前の株式譲渡」はまだ会社も株式も存在せず、したがってその譲渡も本来はありえないはずであった。旧商法（1890年公布）においては、そのような「株式ノ譲渡ハ無効タリ」（180条）とし、新商法（99年公布）も、同株式「ヲ譲渡シ又ハ其ノ譲渡ノ予約ヲ為スコトヲ得ス」（149条但書）と規定して、そうした取引を禁じていた。にもかかわらず、いわば株式引受人の地位は売買され、株価（! ?）も形成されていたのである。しかし、そもそもかかる存在を「株式」と呼んで良いのかさえ疑問である。したがって「会社設立前の株式」はいかなる代物で、またどのように発行され流通していたのかは一つの謎といえよう。

そこで本稿の課題は、そのようなバーチャルな株式の実態を解明することであり、「資本市場と株主が企業金融とコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たす」（岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄，2005年，15-16頁－以下「年・頁」省略）以前の戦前日本の株式市場の初期状況を探究することである<sup>4</sup>。先行研究の中では野田正穂『日本証券市場成立史』は、この点に関する記述が比較的豊富である（野田，1980，68・69，102－107，125－127，311など）<sup>5</sup>が、そこにおいても十分に検討されたとはいいい難い。そこでまず、次節において「会社設立前の株式譲渡」は当時の株式市場で、どの程度のボリュームを占めたのかを検討する。ついで「会社設立前の株式譲渡」の実態を史料により紹介したい。すなわち第3節では第1次企業勃興を、第4節では第2次企業勃興を、そして第5節では第3次企業勃興を論じる。さらに第6節では法律で無効とされていたものが、いかなるメカニズムで流通し得たのかを考察し、また第7節ではその株価の形成要因を探る。最後の「おわりに」では「会社設立前の株式譲渡」の歴史的意義を考察し結論としたい。

## 2. 株式市場に占める「会社設立前の株式譲渡」

まず「会社設立前の株式譲渡」は当時の株式市場で、どの程度のボリュームを占めたのかを検討しよう。図1は、実際に設立された株式会社の社数を示す

図1 明治期の会社数と払込資本金

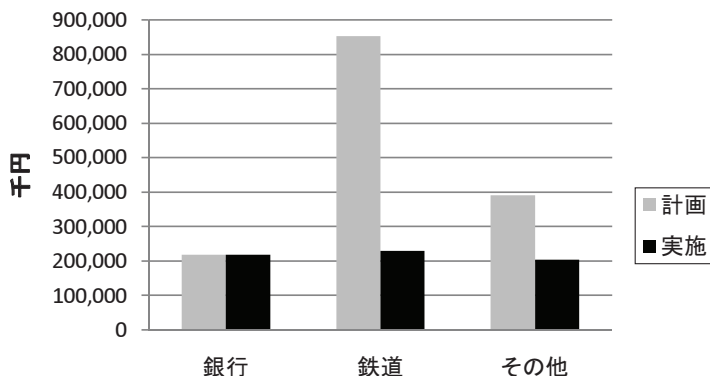


(注) 払込資本金：1881-88年はna。(出所) 日本銀行統計局（1966）『明治以降本邦主要経済統計』。

グラフである。そこにⅠ・Ⅱ・Ⅲとあるのは、それぞれ企業勃興の第1次・第2次・第3次を示している。なるほど、そのⅠ・Ⅱ・Ⅲの時期に急激な社数の伸びが見て取れる。しかし「企業勃興」という時、この数値に留まるものではないことに注意を要する。つまりこれらは、一応成立した会社数をカウントしたものにすぎず、計画倒れに終わった企業数が勘定に入っていない。それでは会社勃興の全容を見落とすことになる。ではそうした未実現の会社は、どれほどの数に上ったのであろうか。

このことを企業勃興の第1～3次を通して示す資料は見当たらないが、とくに「企業熱」の激しかった第2次についてはそれが辛うじて存在する。すなわち『東洋経済新報』（第83号）を高橋亀吉『日本近代経済発達史』で補うことによって事実に近い数値を知ることができる。前者から1895－97年における、

図2 計画資本の実施率（1895-97年）



（出所）『東洋経済新報』（第83号），高橋亀吉（1973）。

銀行会社の計画資本は2億1千8百万円，鉄道会社のそれは8億5千3百万円，そして諸会社は3億9千2百万円であった<sup>6</sup>。後者から1895－98年5月における，銀行会社の成立資本は2億2千8百万円，鉄道会社のそれは2億3千3百万円，そして諸会社は2億4百万円であった（高橋，1973，287）<sup>7</sup>。

ここから高橋は「大雑把ながら，表12（前者－引用者）と表13（後者－引用者）との差額をもって計画資本の成立率とみなすと，総額においては，計画資本の45%強が成立したにすぎず，残余の55%は，設立が延期せられたか（それは鉄道に多かった），または不成立に終わったわけである。さらに，これを産業別についてみるに，銀行は100%成立し，諸会社は約52%の成立率を示すのに対し，鉄道はわずか27%余の成立率にすぎない」と推計していた（高橋，1973，287）。これをグラフにしたものが図2である。計画の成立率が非常に低い鉄道が特徴的であり，本稿では鉄道会社をケースとしてとり上げることしよう。

ここに計画とは，設立申請をしながら会社設立にまで漕ぎ着けなかった場合をいい，鉄道業の場合，免許状の下付を願しつつまだそれを得ていない状態である。この計画中に株式類似物が出回っていたとすれば，それが「会社設立

前の株式」である。したがって図2の計画と実施の差は、当時の株式市場を占めた「会社設立前の株式」によるものであったと考えられる。ただ会社成立後における株金払込金の不足、免許状の失効や解散のケースも含まれようが、野田が「日清戦争後に本格化した第二次『鉄道熱』は、何よりも半ば泡沫的な中小鉄道会社の発起とその『権利株』（本稿にいう「会社設立前の株式」のこと、後述一引用者）投機を大きな特徴としていた」と述べている（野田，1980，105）ことから、「会社設立前の株式」によるものは無視できない量に上ったと思われる。その定量的な把握は困難であるが、以下に掲げる諸事例もその確かな証左となろう。

### 3. 第1次企業勃興

以上のような将来的株式とでもいうべきものは、一体どのような物としてイメージすれば良いのだろうか。それを探っていくに当たり、まず第1次企業勃興の史料を手掛かりとすることにしよう。なお以下の史料中の**太字**は筆者によるものである<sup>8</sup>。

#### （1）『東京日日新聞』（1886年12月23日号）

1887年に設立された両毛鉄道について、その前年に『東京日日新聞』（1886年12月23日号）は以下のような記事を掲げていた。

「同会社株金募集の景況は、意外の上景気にて応募者頗る多く 府下の金満家は固より思ひもよらぬ人々より、身分不相応の申込を為したる向もありて、既に見込の資本高に超過するの勢ひにて、其申込に遅々せし該地方の有志者は 最早株主たる事を得ざるの有様にて、大に失望を為し居るとの事は 兼ねて聞く処なりしが、**未だ其設立を見ざる該社の株券は尚望人甚だ多く** 昨今買取に奔走する者ありて大に騰貴し、現に額面外十円以上にて譲受を為すものもあるよしに聞く、既に九州鉄道の上景気と云ひ、世は鉄道の世の中となれるもの、如し」。

ここから「会社設立前の株式」は、普通に「株券」と呼ばれ「額面」も記入さ

れた書面であったことが分かる。また「府下の金満家は固より思ひもよらぬ人々より」申込があったとの記述から、その購入者は富裕層に限らず一般大衆にも及んでいた。後に見るように1円でも購入できるものが多かったから、最低1／4払込めば済む株金分割払込制の下では（とくに鉄道事業の場合は1／10の払込で足りた<sup>9)</sup>）、通常の50円株であっても12.5円支払わねばならなかったところ（鉄道の場合は1／10から5円となる）、それは一般大衆に辛うじて手の届く価格といえるものであった。この点は後にも述べるように、株式市場の発展という観点から重要である。

## （2）大蔵省『銀行局第十次報告』

鉄道会社一般について、大蔵省は『銀行局第十次報告』において、以下のよう

に述べていた（大蔵省銀行局、1887、38－40）。  
「一月より四月（二〇年）までは、公債の氣勢甚だ強く、毎月平均五十銭乃至一元を上進したが（そのわけは当時）、商況は尚お不振の域にあり、資本家は皆其運用に苦しみ、公債の売買に従事し、其取引頗る頻繁、随て高価を保てり。政府は茲に於て進んで借換を実行し、而して金利は尚お低度に居りしを以て、市場の人氣は転じて、鉄道其他諸会社の株券に集まり、大に実業家を鼓舞して、**鉄道其他諸会社の創立を計画するもの四方に勃興し、其創立議事の未だ熟せざるに、株主は早く已に満員を告ぐるの盛況を現わせり**」。

なお当時の株式会社は、發起人の株式総数の引受か創立総会の終結によって成立するものとされていた（新商法第123条、同139条）<sup>10)</sup>。「其創立議事の未だ熟せざるに、株主は」うんぬんとの記述から、申込人は会社設立前すでに「株主」と表現されていたことは興味深い。

## 4. 第2次企業勃興

以上から「会社設立前の株式」について、少しくそのイメージが得られたけれども、まだ獫としてゐる。つぎにとり上げる第2次企業勃興の史料は豊富であり、より多くの示唆が与えられよう。この期に泡沫的な中小鉄道会社の計画

が相次いだのは、一つに鉄道敷設法が建設の容易な短距離の地方鉄道の敷設を煽ったからであった（野田, 1980, 105）が、日清戦争後における日銀の金融緩和、賃金の高騰や銀相場の低落による輸出増大などの景気好転も影響していた。

（１）『東洋経済新報』（第１号）

成田鉄道などについて、『東洋経済新報』（第１号）は表１<sup>11</sup>を掲げ、つぎのように記していた。

「右（表１一引用者）は目下市中に  
て売買せらるゝ新設諸会社 証拠金  
領収書の数者を掲載して 其相場を  
示せるに過ぎざれども 亦以て株券  
流行の現象を見るに足らん」。

表１ 株券流行の現象（1895年）

	保証金	売買市価
成田鉄道	1.00	11.00
豊川鉄道	1.00	6.00
磯湊鉄道	1.00	1.70
勢和鉄道	1.00	2.30
中国鉄道	1.00	2.30

（出所）『東洋経済新報』（第1号）。

ここから「会社設立前の株式」は、前節の「株券」や「額面」という表現から株式予約証あるいは仮株券といったものを筆者は想像したが、具体的には「株式申込証拠金領収書」であったことが判明する。それが「会社設立前の株式」として譲渡人から譲受人に手交されていたのであった。そうした限りにおいて、これは現物取引であり当然株式取引所の場外で行われたと思われる。ただその流通のメカニズムについては、まだ定かではなく第6節で別途検討する。

（２）『東洋経済新報』（第8号）

紀和鉄道などの和歌山地方の「鉄道熱」について、『東洋経済新報』（第8号）は、つぎのように述べていた。

「権利株の売買流行するは 今日の如き事業熱熾んにして株式熱之に伴ふの時に於て 有り得べき現象なれとも 近時の如きは其流行亦甚しと謂ふべく殊に紀州和歌山附近に於ては 農民は貯蓄米を売飛ばし商買は仕入を減しても 尚ほ権利株売買に狂奔し 其結果同地に於る権利株の相場は 南海鉄道二一円余 中国鉄道五円 紀和鉄道九円に上り 其状恰も兎の売買か流行するものの如しと云へり」。



ここに「権利株」なる表現が登場する。株式の実際の引渡しは後日になる、という意味で先物取引的な性格を有する「会社設立前の株式」について、そのネーミングとして権利株というのはいい得て妙である。しかしいわば俗称であって、法学者も使用しているが法条の文言にはそうした表現は見られない<sup>12</sup>。

### （３）久嶋惇徳編『紀和鉄道沿革史』

上記の紀和鉄道は『紀和鉄道沿革史』によると、五条・和歌山間に敷設が計画され、権利株も 12.5 倍に騰貴したが、結局幻に終わった鉄道であった（久嶋編，1906，1）。

「紀和鉄道の始めて設立せられしときは 一円の株式引受証拠金は十二円五十銭の価格を以て売買せられ 有志株主は創立の業纔<sup>わずか</sup>に終る日に於て事業の速成を欲する意を言明し 重役も亦東西両端より起工し一気全線を呵成する策を建てしのみならず 大浦延長線の工事をさへ企画せり 然るに時勢の推移は順逆の境を一変し 斯株主と斯重役とは又忽にして 中間工事の停止と一時を彌縫するが為め借入金を為す方按とを議せざるを得ざることゝなりき」。

### （４）幸徳秋水『兆民先生・兆民先生行状記』

思想家であった中江兆民は一面実業家としても知られており、河越鉄道や常野鉄道の建設に関わっていた。その兆民が、『万朝報』に載った黒岩涙香の記事に対し、幸徳秋水につぎのような毛武鉄道に関する書簡を寄せていた（幸徳，1960，25 - 26）。

「黒岩氏の批評は、近来になく面白く相読み申候、推奨之处は敢て不当に論なきも、小生を操守ある理想家と看破し呉れたるは、茫々天下、唯涙香君一人、僕真に愉快を感じ申候、抑も僕の東洋策にも理想有り、経済策にも理想有り、娼楼にも理想有り、営利業にも理想有り、即ち毛武鉄道の権利株が十余円したる節も、発起人丈けは売らずに仮株券となる迄、持つ可きものと主張して、遂に自身のみならず、発起人一同へ損をさせたる杯、世人は定めて愚を笑はん、僕は左なくては株式会社は立ち行くべきものに非ずと考へ、今

に考へ居れり、迂濶に迄理想を守ること、是小生が自慢の処に御座候、然に誰も此処を觀破し呉れず、夫れ奇才の、夫れ学者のと、予何の人に出る才あらん、唯自慢する所は理想の一点のみ」。

ここから兆民が、資本の結合体たるべき株式会社システムを追求し、発起人の権利株売り逃げに強く反対していたことが窺える。会社の不成立を念頭に発起人が権利株を売却した場合、当時でも多くは詐欺罪を構成したと思われる（幸徳、1960、26）。今日の未公開株の詐欺をほうふつとさせるケースである。その権利株詐欺については、つぎのような史料も存在する。

#### **（5）三島康雄編（1984）『日本財閥経営史 阪神財閥 野村・山口・川崎』**

初代野村徳七の長男・信之助は後に二代目野村徳七を襲名し、野村財閥の創設者となった人物である。しかし、その信之助でさえ若気の至りから権利株の詐欺に会っていた。三島康雄からその一節を引用しておこう（三島、1984、35－36）。

「信之助は、二十九年から一年間ほどは株屋の八代商店へ見習いにゆき、三十年からは自宅で現物のブローカーと定期の取次を始めた。三十年の夏には相場の失敗から、父親の初代徳七に一五〇〇円の欠損を埋めてもらうという事件も起こった。また高野鉄道株の偽造事件や**阪鶴鉄道の権利株の詐欺にひっかかったり**して、日頃の努力も水泡に帰する状態が続いた。日清戦争後の企業熱を代表するのは花形株の鉄道株であったので、このような偽造・詐欺などの事件がしばしば起こったのであるが、こうした過程を経て、二十歳の青年信之助の株式売買業者としての手腕が磨かれていった」。

#### **（6）『富山地方鉄道五十年史』**

前節（1）で、権利株の購入者は富裕層に限らず一般大衆にも及んでいたことを指摘したが、同様の状況が第2次企業勃興においても見られた。『富山地方鉄道五十年史』から引用しよう（富山地方鉄道株式会社、1983、100）。富山県では、

「20年代に入って米、売薬とともに重要3品目となっていた織物生産部門に、

従来の手工業生産から本格的な近代様式が採用されはじめる。高岡市の千保川沿いに1万錘の紡績機を備えた高岡紡績株式会社が開業したのは明治26年であった。この翌27年に起こった日清戦争は、こうした部門の近代化にいつそう拍車をかけ、(中略)日本の資本主義の特色を決定づけた。こうして日清戦争の1年間で13億円におよぶ民間投資が行なわれ、**権利株の売買が農村のすみずみにまでゆきわたる現象が生じてきた**」。

#### (7) 小川功「明治中期における近江・若狭越前連絡鉄道敷設計画の挫折と鉄道投機」

当時は株金分割払込制が行われており、株金の一部を支払った後の残金はその株式を担保とする銀行融資によって賄われており、これを「株式担保金融」といった<sup>13</sup>。しかし、権利株の場合は一部支払いということは通常考えられず、したがっていわゆる株式担保金融はありえなかったと思われるが、権利株資金を融通する単なる株式担保の銀行融資は行われたこともあったと思われる。つぎの小浜鉄道の事例はそのことを示すものである(小川, 1998, 61)。

「当社は返納(仮免状—引用者)直後の八月五日経済界回復の機会を待って当初目的の通り再願提出することを最後の発起人会で決議、そのためか株主への証拠金の返還が行われたのは実にその二〇年後の大正六年であったという。半永久的に返還されない証拠金を拠出させられた当社株主や**証拠金の拠出資金を当社の権利株担保に融資した関係銀行にとって、『小浜鉄道』**という名称は忘れることのできない苦い思い出として子孫に継承されたことであろう」。

#### (8) 大蔵省『明治財政史』(第1巻)

権利株の史料についてはあげれば枚挙にいとまがないが、本節の最後に『明治財政史』からも引用しておきたい(大蔵省, 1904, 213 - 214)。

「明治二十七八年戦役ノ結果、清国ヨリ領収シタル償金貳億參千万兩ハ日ナラズシテ本邦ニ輸入セラレ、我金融社会ニ於ケル資本ノ供給ヲ潤沢ナラシムベシトノ希望ハ、一時戦争ニヨリテ中止ノ状況ヲ呈シタル經濟上ノ人心ヲ

シテ、益々新事業ニ向テ狂奔セシムルノ原因トナリ、為ニ諸会社株券ノ市価著シク騰貴シタルヲ以テ、更ニ会社ノ新設若クハ増資ノ計画ヲ促ガシタルモノ少カラズ。当時ノ勢、実ニ僅々数円ノ保証金ヲ払込ミタルニ過ギザル権利株ノ如キモ、尚オ甚シキ高価ヲ以テ売買セラレタリシナリ」。

本節冒頭において権利株の隆盛は、日清戦争後における金融緩和や輸出増大などが影響していたと述べたが、本史料によれば景気低迷後の期待インフレにも与っていたようである。

## 5. 第3次企業勃興

図1が示すように日露戦争後の企業勃興は、さらに会社数を増大させた。その一つの特徴は「日清戦争後のそれは、ほとんど全部が新設の会社であったが、日露戦後のそれは、その約三割が既存企業の拡張であった」とされる（高橋, 1977, 55）<sup>14</sup>。つまり増資（新株発行）のケースであったのである。それは、私鉄会社の開業を余儀なく制限した1906年の鉄道国有化の影響が一因であったと考えられる。

### （1）高橋亀吉（1977）『日本の企業・経営者発達史』

日露戦争後の株式ブームの最もシンボリックな事例は、1906年設立の南満洲鉄道のケースであろう（高橋, 1977, 51 - 52）。それにつれて権利株も大量に発行された。

「当時における企業人気の熱狂状態を劇的に語るものは、南満洲鉄道の株式応募景況だ。すなわち、公募株九万九〇〇〇株に対し応募株数は一億六七三万余株、実に一〇七八倍に達し、その保証金は五億三千余万円の巨額を算し、一人にて九万九千余株を申し込んだ者さえあった。そして、**五円払込の権利株価は、一時四二円と、払込金に対し八倍余の高値を示現した。**もって、その熱狂人気のいかに熾烈であったかを推知するに足ろう。むろん、右はなかならず顕著の事例だが、この熱狂人気は、その他の各種株式にも波及し、ここに過度の投機人気を伴う企業の一大勃興をみたのである」。

ここに「一人にて九万九千余株を申し込んだ者」とは大倉喜八郎のことであり、しかし結局大倉への割当株数は 91 株にすぎなかった由である（野田，1980，311）。

## （２）『福沢桃介翁伝』

福沢桃介は伝記によると、日露戦争後の 4 年間、「善きにつけ悪しきにつけ『相場師』」として過ごしたとのことである（福沢桃介翁伝記編纂所，1939，199 - 200）。

「當時桃介氏が心血を注いで必死の働きをなし、後年電氣王としての主力戦に對する小手調べと云ふか、準備教育と云ふか、夫れとも或る意味に於ける一生の基礎を築き上げたものは、株式相場と日清紡績會社や肥料會社を設立して、株式ブームの沸騰裡に活躍したことである。爾來勢に乗じて矢継ぎ早やに麦酒會社を買収したり、**多数會社の發起人に名を列して、権利株の泡沫を巧に利用した**」。

文中の「日清紡績會社」とは、福沢が 1907 年發起人となった会社であり、また「肥料會社」とは、1906 年根津嘉一郎や早川鉄治などと興した「帝国人造肥料会社」のことである。この他にも、1906 年に東京地下電氣鉄道、1908 年には福博電氣軌道会社と高松電氣軌道会社の發起人となっていた（福沢桃介翁伝記編纂所，1939，卷末年譜 7 - 8）。この結果「桃介は権利株でもうけるために会社創立にわりこんでくる。権利株泥棒だ」という風評も立っていたようである（堀和久，1984，159）。

## 6. 権利株流通のメカニズム

以上から権利株に関する一つの流通市場が形成されていたことがわかる。本節では、先に述べたように法的にはそれが無効とされていた矛盾点を掘り下げ、かつ流通のメカニズムに接近することにしよう。

### （１）法制度

先に紹介した旧商法第 180 条にしても新商法第 149 条但書にしても、実は会

社成立や株式発行が前提となっており、そもそも権利株に関する直接の規定ではなかった。それらの条文を全文掲げるとつぎの通りである。旧商法第 180 条は「株金額少ナクトモ四分ノ一払込前ニ為シタル株式ノ譲渡ハ無効タリ」、一方新商法第 149 条は「株式ハ定款ニ別段ノ定ナキトキハ 会社ノ承諾ナクシテ之ヲ他人ニ譲渡スルコトヲ得 但第 141 条第 1 項ノ規定ニ従ヒ 本店ノ所在地ニ於テ登記ヲ為スマテハ 之ヲ譲渡シ又ハ其譲渡ノ予約ヲ為スコトヲ得ス」と定めていた。

前者につき判例は「旧商法第百八十条ニ所謂株式トハ 申込ヲ為シタル権利ヲモ包含スルモノト解釈スルヲ相当ナリトス」(大判明 34・4・25 民録 7 輯 4 卷 82<sup>15</sup>, 阪鶴鉄道事件)とし、その理由として「四分一払込前ノ株式譲渡ヲ無効ト為シタル所以ノモノハ 若シ其譲渡ヲ許ストキハ 株式売買ノ浮利ヲ遂ヒ会社ノ利益ヲ度外視スルノ危険アルヲ以テ 之ヲ予防セント欲シタルナリ 是故ニ未タ通例株式ノ体ヲ具ヘサル株式申込ノ権利売買ニ付テハ 如上ノ危険一層甚シキ」と述べていた。

後者につき判例は「株式引受ノ未ダ確定セサル場合ト雖モ 該但書ノ適用ヲ妨クルコトナシ」(大判明 43・9・26 民録 16 輯 568, 播磨電気鉄道事件)と述べ、「登記前ニ在リテ株式ノ譲渡又ハ其譲渡ノ予約ヲ許ストキハ 株式ハ投機ノ具ニ供セラルルノ弊害ヲ生スルノミナラス 会社ノ基礎ヲ危クスル虞アルカ故ニ 之ヲ予防スルニ出テタルモノニシテ 此理由ハ株式引受ノ確定セサル以前ノ場合ニモ同シ」という理由を掲げていた。

## (2) 判例

こうして権利株の譲渡は法解釈上無効とされ、その譲渡は禁じられていたのである。しかし第 3, 4, 5 節に見て来たように、事実上権利株は譲渡され流通市場が形成されていた。このように法と実態が異なる場合、いわゆる「判例」がこれを架橋して柔軟に機能する場合がある。しかし、この場合は判例もそのような役割を発揮することはなかった。すなわち判例は、権利株譲渡を不法原因給付(民法第 708 条)<sup>16</sup>とは認めず、譲受人に代金の返還請求を肯定し

ていたからである（大判明 41・5・9 民録 14 輯 546）。この結果、権利株の流通は阻害されることになる。

つまり法律にも判例にも反して、権利株は事実上譲渡され流通していたのであった。このことは、当時の人々のコンプライアンスに対する意識が低かったという面も指摘できるが、それよりも実際の需要が法規制に優って高まっていたと考えられよう（西原寛一，1935，347－349）。

ただ重要な点として判例からは、次のような事実が明らかとなる。権利株の譲渡は株式申込証拠金領収書を交付する方法によって行われたが、その際「白紙委任状」を添付する方法と「裏

図 3

領収書(表)

株式申込証拠金 領収書

A 殿

金 1 円

〇〇鉄道発起人組合  
発起人代表 □□□□ (印)

①白紙委任状方式—別紙—

Aは、株式引受人の地位を、Bに全面的に委任する。

A (印)

②裏書方式—領収書(裏)—

Aは、株式引受人の地位を、Bに譲渡する。

A (印)

(出所)筆者作成。

書」による方法があったことである（大判明 43・7・4 民録 16 輯 502，503，新潟水力電気事件<sup>17</sup>）。それをイメージするために作成したものが図 3 である。A（譲渡人）が B（譲受人）に権利株を譲渡する場合、およそこのような二つの方法があったと推定される。

7. 権利株価の形成要因

最後に、このような権利株の価格はどのようにして決定されていたのだろうか

か。片岡豊は明治期の株価形成について、株価を被説明変数、配当率と預金金利を説明変数とする重回帰分析を行っている（片岡, 1987, 37 以下<sup>18)</sup>。しかし、権利株については配当はありえず、少額のため預金と競合する資産性も微弱で、そのような分析方法はの場合適当ではないと考えられる。

ところで表2と表3は、それぞれ『東洋経済新報』（第8号）と同（第42号）に掲載された、鉄道会社の払込金と権利株価の推移を示す数少ない資料である<sup>19)</sup>。値上がり幅は、1896年時点では一般に表3の方が表2よりも大きく<sup>20)</sup>、『東洋経済新報』の巻号から表3の方が表2よりも遅い時期の株価と思われる。この変化は、三国干渉後の96年中の回復基

表2 東京の権利株相場（1896年）

社名	払込	直段
勢和鉄道	1円	1円50銭
中国鉄道	1円	4円
京都鉄道	5円	9円
京北鉄道	1円	1円50銭
西成鉄道	1円半	5円60銭
版鶴鉄道	50銭	5円
上野鉄道	1円	2円50銭
伊賀鉄道	1円	2円
野岩鉄道	権利	50銭
金邊鉄道	1円	3円
北越鉄道	5円	9円
加能鉄道	1円	2円

（出所）『東洋経済新報』（第8号）。

調とそれにともなうインフレの亢進、金融緩和を反映するものであろう。ところが1897年になると、日清戦後の第一次恐慌により相場は暴落し払込額を下回るケース（近江、中国、京姫、大社両山の各鉄道）さえ見られる。いずれにせよ表3は

表3 権利株の下落

社名	1896年中の高値	1897年1月の相場
武相中央鉄道	25.50 (0.50)	10.00 (5.00)
東武鉄道	20.00 (無)	7.00 (1.00)
毛武鉄道	11.00 (無)	2.30 (1.00)
武州鉄道	7.00 (1.00)	1.00 (1.00)
金辺鉄道	10.00 (1.00)	5.00 (5.00)
近江鉄道	6.50 (1.00)	7.00 (12.50)
中国鉄道	6.00 (1.00)	6.50 (12.50)
駿甲鉄道	4.00 (1.00)	1.00 (1.00)
京姫鉄道	6.00 (1.00)	0.80 (1.00)
岩越鉄道	4.50 (0.50)	1.00 (0.50)
大社両山鉄道	3.00 (0.50)	0.80 (1.00)

（出所）『東洋経済新報』（第42号）。

権利株価の劇的な推移をより如実に伝えるものとして、この資料に依拠し権利株価形成の要因を考察することにしよう。そこで同表所収の鉄道会社について、それら計画会社の成否、騰貴倍率（権利株価／払込金）、鉄道敷設の主たる計



表4 鉄道会社(表3)の計画区間・発起人など

会社名	成立	1896	1897	主たる計画区間(主たる目的)	雨宮敬次郎 岩田作兵衛	安田善次郎 武田忠臣	田中平八	発起人	森岡昌純	米倉一平	黄金井為造
武相中央鉄道	●	51	2	武蔵(東京府)～相模(神奈川県) (箱根観光)					阿部彦太郎		
東武鉄道	○	20	7	千住(東京府)～足利(栃木県) (絹織物の運輸)			原六郎 浅田正文	中沢彦吉 本間英一郎	原善三郎 森村市左衛門	川崎入右衛門	今村清之介
毛武鉄道	●	11	23	小石川(東京府)～足利(栃木県) (絹織物の運輸)			初見二郎 初見敬二郎	横山富次郎 小林久次郎	大河原毎太郎	伊東茂上右衛門	横山五兵衛
武州鉄道	●	7	1	市川・佐倉間の延長(千葉県) (不明)			伊能理民	大貫実			
金辺鉄道	○	10	1	足立村～熊田村(福岡県) (田川炭の運送)	小室信夫 加東徳三 秋元増太郎	安場保和 柏木勘八郎 石田長朗	小沢武雄 山崎忠門	清水可正 淡田見興衛	堤 敏久 熊田直侯	福江角太郎 高田善一	守永久吉 日高武八郎
近江鉄道	○	6.5	0.56	彦根～深川(滋賀県) (江州米の運輸)	大東義徳 中井源三郎 藤沢茂右衛門	西村捨三 小谷新右衛門	石黒 務 西村市郎右衛門	林 好本 堀部久勝	正野玄三 高井作右衛門	前川善平 岡宗一郎	小林吟右衛門 鈴木忠右衛門
中国鉄道	○	6	0.52	岡山(岡山県)～境港(鳥取県) <山陰と山陽の経済交流>	浜中八三郎 馬場藤八郎 岡島伊八	岡崎栄次郎 杉山岩三郎 石田庄七	近藤喜蔵 国分正三 国分庄兵衛	石田庄兵衛 大浦弥兵衛 名越愛助	阪上新次郎 河原信可	神田清右衛門 菅沼政経	片山和助 本林平三郎
駿甲鉄道	●	4	1	岩淵(静岡県)～甲府(山梨県) (物産の運輸と身延詣り)	鈴木興平	若槻直作	土谷松太郎	花田丈助	渡辺友次郎	常葉一郎	など
京姫鉄道	●	6	0.8	京都～姫路(兵庫県) (不明)	田 姫吉 弘 道輔	河原林義雄	浜岡光哲	田中源太郎	森本莊三郎	馬場孝次郎	駒井 巷
岩越鉄道	○	9	2	郡山(福島県)～新潟(新潟県) (新潟港への有事の兵員輸送)	佐治幸平 八田吉多	宮崎有敬 宮内盛高	安通敬蔵 藤田重道	土屋重郎 都筑兼吉	顔野庄三	佐藤佐中	秋山清八
大社両山鉄道	●	6	0.8	出雲大社(鳥取県)～広島(広島県) <山陰と山陽の経済交流>	船越 衛	を含む275名					

(注) ・(主たる目的)に関し旅客運輸は制受した。

・1896, 1897の欄はそれぞれの年の権利株の騰落率を示す。

・発起人につき、武州鉄道は発起人総代。中国鉄道は300株以上の申込者。駿甲鉄道は「岩淵線期成同盟会」のメンバー。京姫鉄道は発起人総代。

(出所) 「武相中央鉄道株式会社設立発起認可」(1895), 「東京鉄道六十五年史」(1964), 「毛武鉄道株式会社起業目録見書」(1896), 「千葉県歴史資料編」(2006), 「門司新報」(1895/10/6, 1898/6/3など), 「近江鉄道起業目録見書」(1893), 「研究集録 岡山大学教育学部」(1969), 「富士山麓史」(1977), 「京姫鉄道創業総会資料」(1896), 「豊多方市史 第六巻上」(2000), 「佐々木家文書」(1896), 「鉄道局年報」(1903)。

画区間と目的、そして誰が発起人となっていたかを調べたものが表4である。

ただ発起人については、その全員が判明する会社（武相中央、東武、毛武、金辺、岩越の各鉄道）と、そうでない会社（武州、近江、中国<sup>21</sup>、駿甲<sup>22</sup>、京姫、大社両山の各鉄道）が存在し資料的制約がある。とくに中国鉄道と大社両山鉄道はそれが優に200名を超える多数に上り、投資家集団を束ねるビジネス・リーダー<sup>23</sup>という発起人の通説的なイメージよりも、発起人とは名ばかりで政府に対する陳情のために鉄道敷設の賛同者を単に広く募った感が強い<sup>24</sup>。それでも表掲したその代表者はいわゆる発起人と同等の役割を担ったと考えられる<sup>25</sup>。また発起人のうち斜を掛けた者は優れて知名度の高い人物であったことを示す。この選別に当たっては対象を職業属性として「実業家」と「政治家」に絞ることとした<sup>26</sup>。前者については、鈴木恒夫・小早川洋一（2006、188－191）「明治期におけるネットワーク型企業家グループの研究」に、1898年と1907年において5社以上に役員として就任していた人物が掲載されているので、かかる人物は社会的に周知された名望家と見なした。後者については、交詢社編（1897、1908）『日本紳士録』により、衆議院議員・貴族院議員および地方公共団体の首長ないしそれに準ずる者を同様に扱った。

さて表4から、①まず、会社の成立（○）・不成立（●）と騰貴倍率の関係は希薄なものであったことがわかる。倍率の高い企業ほど設立にこぎ着けたわけではなく、51倍もの騰貴を示した武相中央鉄道、11倍の毛武鉄道は頓挫してしまった。②つぎに、発起人となった人物の信頼度または reputation の影響は大きかったと評価できる。倍率の高い武相中央鉄道の発起人に占める著名人の層は厚く他を抜いている。東武、金辺、中国、岩越の各鉄道会社においても、全国的ないし地域的有力者が名を連ねていた。彼等が公告塔となって権利株価に一定の効果を与えていたと考えられる<sup>27</sup>。

③さらに、敷設される地域と産業からくる必要度の喫緊性、これと関連して将来成立する鉄道会社の有望性とも倍率はある程度の相関をもった。明確な用途を示し得なかった武州鉄道は、倍率も相対的に高くなく結局計画は流れてし

まった。絹織物というしっかりした産業基盤をもつ東武鉄道は 20 倍もの倍率を示し今日も存続していることと好対照をなす。

また表 4 とは別に、権利株価の高騰には株屋の煽動もあったと思われる。寺西重郎「戦前期株式市場のミクロ構造と効率性」が、戦前株式市場の投機性は先物取引によるものではなく仲買人の質の悪さによるものである旨、述べているのは興味深い（寺西，2010，228－234）。ここにいう仲買人（正式には株式取引所の取引員）には株屋も含まれていた（島本，1925，279，片岡，1987，27<sup>28</sup>）。戦前の株式市場にはブライステイカーでない者が多く潜んでいたのである。

## 8. おわりに

いうまでもなく投機性から完全に自由な株式市場などというものは存在しない。戦前は「短期清算取引」という投機性の強い金融商品も存在し一般に今日いう先物取引が中心で、当時の株式市場はある意味で今日よりも投機的であった。戦前に行われていた個別銘柄の先物取引は現在は禁じられている<sup>29</sup>。こうして権利株も投機性という観点からのみ片付けられる傾向がある（野田，1980，103，105，125）が、やや一面的ではないだろうか。そこで以下では、それをも含む筆者なりの権利株に対する見方を提示したい。

（1）先述したように、旧商法制定以来権利株は法律上無効とされてきたが、1938 年改正商法では当事者間では有効と改められた<sup>30</sup>。しかし以上見てきたように、経済実態は旧商法以来当事者間においては有効として転々流通し、この点 1938 年法制の内実が当初から事実上エンフォースされていたと解することができる。

しかし、1938 年改正商法でさえもその第 190 条第 2 項は、権利株を「発起人は（中略）譲渡スルコトヲ得ズ」とし、依然リジットな規定を置いていた。当初から発起人による売り逃げが多発し、第 4 節（4）で中江もそれに反対し、野田も「創業者利得実現の特殊日本的形態」とまで述べており（野田，1980，

125)、立法者も不正の温床となるそのような行為を経済実態として容認するところまでは譲れなかったのであろう。ただ会社設立のための創立費を捻出するという正当な目的を有する場合もあったことに留意すべきである<sup>31</sup>。

(2) また、権利株は投資家のリスクマネーの株式市場への供給を示すものであろう。新たな事業を興そうとする企業は、将来への不確実性が高く一般的にリスクが大きいいため、資金調達面での制約が生じがちであるが、権利株はそれを緩和したと考えられる。むやみとリスク愛好的な行動はなるほど投機的といえるが、リスク回避的で慎重な風潮ばかりが支配するところでは経済は停滞し、盛んな企業勃興のブームは起きなかったと考えられる。渋沢栄一でさえ第3次企業勃興に際し「利を見て弊を恐るるも、弊を見て利を失う勿れ(中略)相当の人気に向かえば、相当の事業を起すことは、この戦後(日露一引用者)に対する国民の最もとらねばならぬ方針である。事業を進める方の側から云へば、なぜ黙つてぢつとして居るか」と、いたづらに消極化することへ警鐘を鳴らしていたのである(渋沢, 1907, 189 - 190)。

(3) さらに、権利株は株金分割払込制が担っていた役割、すなわち株金払込金額の小額化への動きを進めたと高く評価できる。このことは株式市場の大衆化・活性化に相当繋がったと考えられる。最低限1/4払込めば足りるとする分割払込制の下で、それでも通常の50円株の場合12.5円(鉄道の場合は前述の通り5円)は支払わねばならなかったところ<sup>32</sup>、先に見たように株式申込証拠金は1円の場合が多く、それは現在推定価格約10万円<sup>33</sup>に当たり、一般大衆にもどうにか購入可能なものであった。

(4) また、権利株は金融テクニクの高度化と株式通の人々によるその受容を示すものであろう。計画中でまだ実際に存在しない会社の将来発行される見込みの株式に投資するという形態は、先物取引(futures)類似の性格をもつといえる。近世における大阪の堂島米会所が世界初の先物取引市場とされ(落合功, 2008, 70)、そうした取引に慣れていた人々には権利株にも抵抗感が少なかったに違いない。

反面、この点については地域格差もあったと思われる。会社設立後の（新株発行の）事例ではあるが中村尚史「工業化資金の調達と地方官」は、「岩手県における日本鉄道の『株金募集』は、（中略）株式そのものの募集ではなく、将来、岩手県内の鉄道建設のために発行されるであろう株式の引受予約であった」と述べている（中村、2004、334）。その地では鉄道敷設によって利する者まで当初及び腰であったとされるが、その一因は守旧的な岩手県民にとって、「一種の株式買取権（ワラント）」を意味する先進的な金融商品への逡巡を示すものではなかろうか<sup>34</sup>。

（5）以上は権利株という特異な側面ではあるが、株式市場が生成途上にあった会社勃興期においても、金融システムは銀行型（bank-oriented）ではなく優れて市場型（market-oriented）であり、その後戦前日本の株式市場が高度に発達したと主張する岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄と整合的である（岡崎他、2005、15）。なぜなら、当時の投資家層は以上見てきたように権利株売買に旺盛な意欲を示し、その結果企業側も資金調達が容易になったであろうから、こうした行動様式は市場型に近いと解釈できよう。

ただこのような見方に対して、株金分割払込制による追徴金を補完したのは銀行による株式担保金融であったという反論が想定できるが、それは権利株のつぎのステップである株式についていえることであり、比較的安価な権利株段階の原資については株式担保金融との関わりは薄かったと考えられる。本稿は、戦前日本の株式市場が本格的に発展するようになる前段階において、それと complementarity（制度補完制）の関係にあった権利株の状況を論じたものである<sup>35</sup>。

## 注

- 1 志村嘉一は、ほぼ10年周期であるとしている（志村，1969，32）。
- 2 管見の限り，今日「権利株の譲渡」に関するトラブルや不正に関するマスコミ報道などに接したことはない。しかし法律条文は現存する（会社法第35条，第63条第2項など）。
- 3 未公開株についてのトラブルや詐欺事件に関するマスコミ報道は跡が絶たない。
- 4 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄（2005）は，1905～1936年を中心に論じたものであり，本稿は主としてそれ以前を対象にしている。
- 5 これに対し志村嘉一（1969）は権利株につき希薄である。
- 6 合計すると14億6千4百万円。
- 7 合計すると6億6千7百万円。
- 8 また史料の引用に当たっては，読みやすさを図り適宜1文字空けることがある。
- 9 「私設鉄道株式会社登記ニ関スル法律」による（野田，1980，103）。
- 10 1938年改正商法では，設立登記によって会社は成立するものとされた。これは今日も踏襲されている（会社法第49条）。
- 11 表題は原資料のままである。
- 12 市販の六法全書にはそのような見出しが付けられているものがあるが，それは出版社による便宜上のものであり，ここでは法文上の文言について述べている。
- 13 たとえば，高村直助（1996，150－151）。
- 14 しかし第2次企業勃興において，具体的な事例は見出せない。
- 15 引用資料の表記方法が他とは異なるが，法律文献ではこのような表記が一般的であり，不統一のきらいはあるが，法律文献の引用に限りその慣用に従った。
- 16 民法第708条は「不法な原因のために給付をしたものは，その給付したものの返還を請求することができない。ただし，不法な原因が受益者についてのみ存したときは，この限りではない」と定めている。
- 17 鉄道に関する判例ではない。
- 18 権利株の価格決定に資するのは，37頁以下の「場外市場における株価形成」について述べた部分であろう。
- 19 表題は資料のままである。また権利株については，『東洋経済新報』（第59号）にも「権利株の末路」という表が掲載されている。一部表1-3と重複しておりここでは割愛したが，下記の通りである。

注表 権利株の末路

社 名	1896年 払 込	同 年 中 の 高 値	1897年 払 込	同 年6月 の 相 場	比較低落
東武鉄道	1.00	20.00	1.00	5.80	14.20
毛武鉄道	1.00	11.00	1.00	1.20	9.80
武州鉄道	1.00	7.50	1.00	1.00	6.50
中国鉄道	1.00	5.50	15.50	7.20	12.80
東京電車	0.25	6.50	0.50	1.60	5.00
東洋汽船	権利	9.00	12.50	8.70	17.80
相模鉄道	1.00	8.50	25.00	19.00	13.50

（出所）『東洋経済新報』（第59号）。

- 20 現に中国鉄道は重複しており、表1-2では4倍、表1-3で6倍と異なっている。
- 21 300株以上の株式申込者を掲げた。発起人と重なることが多いと推定される。
- 22 駿甲鉄道は甲岩線私設鉄道と合併し富士川鉄道となるも解散した。ここでは合併前の発起人のみを掲げた。したがって甲岩線の推進者であった甲州財閥系の若尾逸平、雨宮英一郎、小林彦三郎などは除いてある（富士急行株式会社、1977、264）。
- 23 鈴木恒夫・小早川洋一（2006、209）「明治期におけるネットワーク型企業家グループの研究」。
- 24 多数の発起人の事例として、京都鉄道（大倉喜八郎を含む116名）、野岩鉄道（河原田聖美を含む191名）がある。前者につき老川慶喜（1978、53-57）、後者につき田島町史編纂委員会（1992、第10巻421）参照。後者に対し創立委員会において「発起人中法律ニ適スル少数ノ人名 総代ノ目的ヲ以テ調印シ、手数ヲ省クコト」と反省の決議をした記録が残されているのは興味深い（田島町史編纂室、1990、81）。
- 25 一部の投資家集団を束ねるビジネス・リーダーとしての役割。
- 26 官僚・技師・医師などは、知名度の高い場合はむしろ例外と見て除外した。
- 27 この点、近江鉄道は一見知名度の高い発起人が少ないように見える。しかし、斜を掛けていない人物はいずれも有力な近江商人であり地元での信望は厚かったが、鈴木・小早川（2006）を一応の基準とした結果漏れてしまったものである。
- 28 「世間で一般に仲買とか株屋とか言っている者のうちには取引所の取引員でない現物屋をもふくんでいる」（島本、1925、279）とか、「場外での取引を媒介したのは取引所の外で営業していた現物商であり、取引はその店舗で行われていたと思われる。現物商とは言え、仲買人との兼業も多く（後略）」（片岡、1987、27）とされている。
- 29 今日許されているのは、日経平均先物やTOPIX先物などであり、個別銘柄のものは存在しない。
- 30 1938年改正商法第190条第1項は「株式ノ引受ニ因ル権利ノ譲渡ハ 会社ニ対シ其ノ効力ヲ生ゼズ」、同第2項は「発起人ハ前項ノ権利ヲ譲渡スルコトヲ得ズ」と定めていた。
- 31 第48回経営史学会（2012年11月3日、於明治大学）の筆者の自由論題報告における中村尚史（司会）の「権利株は創立費を捻出するために発行された」というアドバイスに感謝したい。なるほど野岩鉄道に関し「今般徴収スル一株金拾銭ノ金員ハ、便宜創立費ニ繰替へ支弁スルヲ得ベシ」という記述が存在する（田島町史編纂室編、1990、76）。
- 32 実際は1/4以下の場合もあったという（上記学会におけるフロアからの意見）。
- 33 単純推計であるが、2011年の実質国民所得511.6兆円を、1890年の実質国民所得458.3百万円で除すと、約112,000となる（大川一司他『長期経済統計1 国民所得』東洋経済新聞社、1974、200）。
- 34 株式の事例ではあるが、中には「株金＝御用金」と勘違いする者も出る始末で、「酒田の名高き富豪本間氏も募りに応じたが、やがて第一回の利益配当をされたとき、本間氏は変な顔をして、御一新後は御用金にも利子が付く様になりましたかと云った」という笑い話まで残されている（曽我祐準（1930、411）『曽我祐準翁自叙伝』）。
- 35 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄（2005）は、1905～1936年を中心に論じたものであり、本稿は主としてそれ以前を対象にしている。



## 参考文献

- 老川慶喜[1978]「わが国における全国的鉄道体系形成過程の特質」『社会経済史学』第43巻第6号。
- 近江鉄道株式会社[1893]『近江鉄道起業目論見書』（近江鉄道株式会社運輸本部鉄道部所蔵）。
- 小川功[1998]「明治中期における近江・若狭越前連絡鉄道敷設計画の挫折と鉄道投機」『滋賀大学経済学部附属資料館研究紀要』第31号。
- 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄[2005]「戦前日本における資本市場の生成と発展」『経済研究』Vol.56, No.1, Jan.15 - 29頁。
- 落合功[2008]『入門 日本金融史』日本経済評論社。
- 大蔵省銀行局[1887]『銀行局第十次報告』。
- 片岡豊[1987]「明治期の株式市場と価格形成」『社会経済史学』第53号第2号。
- 喜多方市史編纂委員会[2000]『喜多方市史』第6巻（上）近代資料編Ⅳ。
- 京姫鉄道株式会社[1896]『京姫鉄道創業総会関連資料』（天理大学附属天理参考館交通文化室所蔵）。
- 京都鉄道株式会社[1896]『第一回実際報告』（京都府立総合資料館所蔵）。
- 幸徳秋水[1960]『兆民先生・兆民先生行状記』岩波書店。
- 交詢社編[1897, 1908]『日本紳士録』。
- 志村嘉一[1969]『日本資本市場分析』東京大学出版会。
- 洪沢栄一（井口正之編）[1913]『洪沢男爵実業講演』（乾坤）帝国図書出版。
- 島本利一[1925]『北浜と兜町』文雅堂。
- 鈴木恒夫・小早川洋一[2006]「明治期におけるネットワーク型企業家グループの研究—『日本全国諸会社役員録』（明治31・40年）の分析—」『学習院大学 経済論集』第4巻第2号。
- 曾我祐準翁自叙伝刊行会[1930]『曾我祐準翁自叙伝』。
- 大社両山鉄道株式会社[1896]『大社両山鉄道株式会社起業目論見書』（佐々木家文書）。
- 高橋亀吉[1973]『日本近代経済発達史』第1巻，東洋経済新報社。
- 高橋亀吉[1977]『日本の企業・経営者発達史』東洋経済新報社。
- 高村直助[1996]『会社の誕生』吉川弘文館。
- 田島町史編纂室編[1990]『野岩・会津鉄道建設運動史』。
- 田島町史編纂委員会[1992]『田島町史 地誌・人物・史料補遺』第10巻。
- 千葉県史料研究財団編[2006]『千葉県の歴史 資料編』。
- 通信省鉄道局[1903]『鉄道局年報』。
- 寺西重郎[2010]「戦前期株式市場のミクロ構造と効率性」日本銀行金融研究所『金融研究』。
- 『東京日日新聞』[1886年12月23日号]「両毛鉄道会社」。
- 東武鉄道年史編纂事務局[1964]『東武鉄道65年史』。
- 『東洋経済新報』[1895]第1号「株券流行の現象」。
- 『東洋経済新報』[1896]第8号「権利株の売買流行」。
- 『東洋経済新報』[1897]第42号「権利株の下落」。
- 『東洋経済新報』[1897]第59号「権利株の末路」。
- 『東洋経済新報』[1898]第83号，「事業計画の趨勢」。



富山地方鉄道株式会社 [1983] 『富山地方鉄道五十年史』。

中村尚史 [2004] 「工業化資金の調達と地方官—日本鉄道会社の東北延線と岩手県—」 高村直助 編著『明治前期の日本経済 資本主義への道』 日本経済評論社。

西原寛一 [1935] 「経済的需要と商事判例」『京城帝国大学法文学会第一部論集』 刀江書院。

野田正穂 [1980] 『日本証券市場成立史』 有斐閣。

久嶋惇徳編 [1906] 『紀和鉄道沿革史』。

福沢桃介翁伝記編纂所 [1939] 『福沢桃介翁伝』。

藤沢晋・在間宣久 [1969] 「中国鉄道の設立とその資本・営業の展開過程」 岡山大学教育学部『研究集録』 第28号。

富士急行株式会社 [1977] 『富士山麓史』。

武相中央鉄道株式会社 [1895] 『武相中央鉄道株式会社設立発起認可願』（川崎市民ミュージアム所蔵）。

堀和久 [1984] 『電力王・福沢桃介』 ぱる出版。

三島康雄編 [1984] 『日本財閥経営史 阪神財閥 野村・山口・川崎』 日本経済新聞社。

毛武鉄道株式会社 [1895] 『毛武鉄道株式会社起業目論見書』（ふじみ野市立上福岡歴史民俗資料館所蔵）。

『門司新報』 [1895年10月6日号，1898年6月3日号など]。

志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』 東京大学出版会。

提出年月日：2013年5月16日